

## Ⅱ. 「サブプライム・ローン問題と日本の経済・金融」

みずほ総合研究所株式会社市場調査部長 長谷川 克 之

ただ今ご紹介頂きましたみずほ総合研究所の長谷川です。本日は「サブプライム・ローン問題と日本の経済・金融」ということですが、結論から先に申し上げますと、日本の経済、日本の金融もサブプライム問題の影響を決して免れることは残念ながら出来ないというお話をさせて頂きたいと思います。

資料1 ページ、金融機関のサブプライム関連の損失を数字で示してあります。先ほど森平先生のお話の中でIMFはサブプライム関連の損失が今年の10月のレポートで1.4兆ドルという数字を紹介しています。いまどのくらいの損失が実際計上されているのかというのがこちらの数字です。資料提出の時は5,900億ドルでしたが、今朝の時点での集計では、大体6,600億ドルまで損失が拡大しています。これが1.4兆ドルまでいくかという点必ずしもそういうことではありません。IMFのレポートでは全体では1.4兆ドルですが、そのうち金融機関の損失では7,000から8,000億ドルと見込まれていますので、IMFの数字が正しいということで仮定すれば残りは1,000から2,000億ドルということになるのかもしれませんが。ただIMFの数字は実はこれまでも過小評価されている傾向があり、一年前のIMFのレポートでは大体2,000億ドルとの見方がされていました。この手の数字は最初は数字が小さくて、それがだんだん大きくなってきます。バーナンキ（FRB議長）は、2007年の夏場には大体500から1,000億ドルとの見方をしていました。それが2,000億ドル（IMF）に増大し、秋口には3,000、4,000億ドルとなってそして今年の春には1兆という数字に上がってきているわけです。

日本の不良債権問題でも1990年代、「日本の不良債権どのくらいあるのか」という議論がされていました。当初は10兆円ぐらいという数字から始まって、90年代後半に外資系の証券会社が日本の不良債権は40兆円あるというレポートを出した時には大騒ぎになりました。40兆円もあるはずがないだろうという議論がされていましたが、結果としては不良債権は100兆円あったということです。ですので、この手の数字は往々にして数字が拡大しやすいということだと思います。

資料1 ページ右のグラフは地域別に見たのがこちらの数字です。こうしてご覧になっていただくと当然震源地のアメリカの金融機関の損失が大きく、次いでヨーロッパもここ一、二週間は金融危機の様相を呈しており相当損失が拡大しています。

一方日本の金融機関の損失は、これは金融庁の数字とは若干違って、情報ベンダーのブルームバーグの数字ですが、数字としては欧米と比較すれば相対的には小さいといえます。ただ金額が小さいから日本は大丈夫かという点必ずしもそうではないというのが、本日のお話の主旨です。

その話に入る前に、最初に日本の証券化マーケットの状況についてお話をしたいと思います。先

ほど、証券化のいろいろな問題点を森平先生の方から指摘して頂きましたが、日本の証券化マーケットについては、規模が極めて小さい、まだまだ発展途上にあるということが指摘できます。資料2ページの左のグラフは私どものグループのみずほ証券のデータに基づき、日本で発行されている証券化商品の発行額を見たものです。2006年が過去最高で10兆円ぐらいの証券化証券の発行があり、2007年は若干下がっています。証券化されている原資産がグラフに示されていますがRMBS、すなわち居住用不動産の証券化商品が中核となっています。これは昔の住宅金融公庫の住宅ローンが中心です。

またCMBS、すなわち商業用不動産の証券化も近代増えています。アメリカで問題になったサブプライム・ローンは基本的には日本にはありませんし、その証券化也没有ありません。また証券化商品が二次加工、三次加工されたCDOのも金額的には小さなものとなっています。

資料2ページ右のグラフはデータのソースは違いますが、世界の証券化マーケットにおける日本のウエイトを見たものです。世界で発行されている証券化商品のなかで、日本で発行されたものが何%あるのかを示しています。2008年は世界の証券化マーケットが、ほぼ機能麻痺に陥っていますので、日本のウエイトが若干高まっていますが、それまでは、日本市場は世界の1%規模でしかありません。日本のGDPは世界の約10%ですので、その十分の一ぐらいの規模にしかすぎないということで、日本証券化マーケットはまだまだ発展途上だといえます。サブプライム問題によって証券化商品に係る様々な課題が露呈しましたが私は個人的には証券化という金融技術そのものに問題があった訳ではないと思います。問題はその金融技術の使い方が間違っただということではないでしょうか。

今日の話の中心である日本の経済・金融への影響ということで、第一に、実体経済を通じた影響というのがあります。二つ目には、金融を通じた影響です。実体経済を通じた影響という点では、日本の近年経済回復が外需主導によるものであることに注意が必要です。資料3ページに日本のGDPのグラフがありますが、黒く塗りつぶした所が外需の要因で、基本的には外需が日本の景気を牽引してきたことがわかります。直近の2008年の第2四半期には外需がマイナスの寄与になっており、落ち込みが顕著となっています。

日本の輸出数量を資料4ページの左のグラフでみると2007年の秋ぐらいをピークとして緩やかに減速してきている様子がみられます。

輸出先を地域別に見ると、アメリカ向けの輸出は2007年初ぐらいから落ち込んでいました。その後はアジア向け、ヨーロッパ向けが比較的好調でしたが足元ではエマージング諸国向けの輸出が急速に減速してきています。アメリカの経済の減速を契機として、世界経済に急ブレーキが掛かって急激にスローダウンしているということが日本の輸出の減速にあります。そういったことも反映して、右のグラフにある通り、日本の企業の景況感は大企業、中堅中小企業、製造業、非製造業を問わず、急速に悪化している状況にあります。

輸出の減速に伴い日本の景気が減速していると申し上げましたが、ここで注意を要するのは、今

年の夏場にかけての原油を代表とする商品市況の高騰が日本から海外に対する所得の流出をもたらしたということです。この所得の海外への流出も日本経済の悪化の一つの背景にあったといえます。

資料5 ページの右のグラフは、日本の主要素原材料の輸入金額を対GDP比でみたもので、2005年ぐらいから原油価格が上がる中で、この輸入金額の対GDP比が急上昇してきたことが確認できます。足元の水準は石油ショックの時とほぼ近い水準にまで上昇しています。

そうした交易条件の悪化に伴う、いわゆる交易利得の規模を見たのが、資料5 ページの左のグラフです。一番下の太線が日本ですが、日本の交易損失、アメリカやヨーロッパと比べて極めて大きいことがわかります。それだけ、海外への所得の流出が日本の経済の下押しとして効いてきたということです。

なぜ、これだけ原油価格が上がったのかというと、これは間接的にサブプライム・ローン問題の影響が大きいと思っています。原油価格上昇の背景には当然世界経済の好調に伴う需給の逼迫がありました。一方では金融的な側面も極めて強かったと考えられます。

世界の金融市場ではサブプライム・ローン問題を受けて株価が下がり、そしてまた一時期インフレ懸念ということも取りざたされて、債券も下がりました。株式や債券といった伝統的な金融商品に対する投資がなかなかしづらいといった中で、資金が伝統的な金融商品から実物資産に逃避した面もありました。フライト・トゥ・クオリティになぞらえて、フライト・トゥ・コモディティといわれるが、そういった動きが起きたと見られます。

フライト・トゥ・コモディティの動きを数字で確認するのは正直、簡単ではありませんが、資料6 ページ左のグラフの数字はヘッジファンドの中でコモディティにも投資を行うマネージド・フューチャーズ/CTA（コモディティ・トレーディング・アドバイザー）という投資戦略の、ヘッジファンドの預り資産額です。2004年ぐらいから上昇しているが、相当なヘッジファンドの数、資産がコモディティのマーケットに流入したことがうかがえます。ヘッジファンドのような短期的な投資家に留まらずに、最近では年金基金等の機関投資家も、インフレヘッジ、あるいは分散投資という観点からコモディティに対して積極的に投資を行うようになっていて、彼らが投資をする際に活用するコモディティ価格に連動した投資信託である、コモディティインデックスファンドの資産の金額を見たのが資料6 ページの右のグラフです。足もとを急速に拡大してきているということがうかがえます。

そういった短期の投機資金、中長期の投機資金がサブプライム危機というものを契機とする形でコモディティ市場に流入したことが原油価格が一時は147ドルにまで上昇した背景にあります。そしてこの原油価格の上昇が先程お話しした通り日本の交易損失の拡大に繋がったという意味では、日本の経済はこういった世界の金融市場の動向の影響を強く受けているといえます。

ところが、足もとは原油価格は147ドルから約半分に下落しています。その背景には、これまでのファンド資金のコモディティマーケットへの流入に巻き戻しが掛かる形で資金が流出していることがあります。

資金流出の背景には、多分に政治的な影響が強いと思っています。今年は皆さまもご案内の通り大統領選挙の年です。日本と同じでアメリカの政治家も大統領選挙、もしくは議員の選挙を戦う上ではガソリン価格を引き下げないと有権者に対して顔向けが出来ません。原油価格を下げる、ガソリン価格を下げるというのが選挙戦を戦う上では必須ともなりました。議会でコモディティマーケットの投資マネーへの流入を規制しよう、もしくは監視を強化しようという声が強まり、議会でそういった規制法案が一ヶ月間に20も30もの法案が上程されるというのが夏場の状況でした。

ヘッジファンドはこういったコモディティを買う一方で、何かを売るケースが多いわけですが、何を売っていたかという金融株を売っていました。金融株を売って原油に投資をすることが一般的でした。金融株が下がって金融不安にもなったために、SECはヘッジファンドの金融株の空売りの規制を強化しようということと動いたわけです。ヘッジファンドのロングのポジション（買い持ち）のコモディティの買いポジションと金融株のショート（売り持ち）ポジションを両サイドで抑えに掛かったとも言えます。そうした状況の中でヘッジファンドの損失が拡大しました。資金が流出して原油価格がご案内の通りの推移になったということです。

またマーケットを通じての日本経済への影響ということでは、世界の不動産マーケットが金融市場を通して、かなり連動して動いているということが指摘できます。先ほどの森平先生のお話にございました通り、不動産価格が下がっているのはアメリカだけではなくありません。イギリス、フランス、アイルランド、スペインも下がっています。そして日本でも下がっています。

資料7ページのグラフは、世界の不動産市場の動向を、リート（不動産投資信託）や世界の不動産企業の株価から見たものですが、左の長期のグラフをご覧になると、赤線のアメリカ、青線のイギリスで不動産価格の上昇、もしくは不動産関連の株式の上昇の極めて近年顕著であったことがわかります。日本やドイツでは左グラフでは読み取りにくいのですが、それでも若干上がっています。2003年以降の動きを短期で見た右のグラフをご覧いただきますと、これはかなり連動していて、とりわけ日本は発射地点が低かったということもあり、この4主要国の中では最も不動産価格が上がっていた国ともいえます。

世界の機関投資家は不動産というものを横串を刺して日本の不動産と海外の不動産を照らし合わせながら投資を行います。元来は不動産は極めてローカル性が高い資産でしたが、不動産が金融商品化する中で、世界の値動きを反映して日本の不動産価格も決まりつつあるという事が、日本の不動産価格の下落の背景にはあります。実際一部の外資系金融機関、これは破綻をしてしまった金融機関などはそうですが、日本の不動産マーケットでは、かなりアクティブにビジネスを行っていました。そういった外資系金融機関がオペレーションを縮小するということが日本の不動産マーケットに対しても悪影響を及ぼした側面もありました。

金融マーケットを通じての影響ということでは、皆さまご案内の通り、世界が同時株安に見舞われています。また円が強くなっているということが、日本の企業個人の投資マインドを大きく下押ししているということがいえます。最近の金融や市場の動向を概観したのが資料8ページです。

一番左のグラフが世界の株価、真ん中は世界の金利、一番右が実効為替レートで見た為替です。ご覧いただく通りの値動きですが、あえてポイントを指摘させて頂くと、左のグラフでは、日本株も下がっていますが、足もとがエマージング諸国の株価下落が先進国以上に顕著です。いったい何が起きているのでしょうか。円が強くなっているということはご案内の通りですが、ではドルが弱くなっているのかというと、実効為替レート、即ち貿易量で加重平均した通貨の実力を見てみると実は足もとではドルは全然弱くない。ドルの先行きに対しては相当慎重にみていますが、少なくとも足もとということではドル安が進んでいるのではなくて、円が一番強い、次に強いのがドル、そして足もとはユーロが一人弱いという状況です。ユーロが弱い要因はいろいろありますが、ヨーロッパの景気が減速し、金融危機がヨーロッパに飛び火していることの影響も大きいと思います。

資料9ページは、足もとの世界のお金の流れを整理しています。世界のお金の流れを包括的に捉えている統計は存在しませんが、ここではアメリカの対内対外証券投資、即ちアメリカに対してどこからこういった形でお金が入ってきて、またアメリカからこういった形で外に対してお金が流れているのかを示した図です。真ん中がアメリカ、左上がヨーロッパ、左下が中南米、右上が日本、右下がアジアです。それぞれの地域から矢印が向かっていますが、その金額を示したのが矢印の一番近くにあるグラフです。若干数字の目盛りがグラフによって違いますが、世界の資金フローの中で一番厚みがあるのが、ヨーロッパからアメリカに向かっているところです。ヨーロッパからアメリカに向かっている矢印の右上のグラフでは、2007年の1－6月期をピークとする形で対米証券投資の流入額が激減していることがわかります。また激減しているのは左下の中南米からアメリカに向かっている矢印です。足もとでは流入どころか流出です。即ち中南米にお金が戻ってしまっているということです。ヨーロッパからアメリカに向かっているお金の流れの大宗はイギリスからです。私は九割の中には相当程度オイルマネーが入っていると考えられます。オイルマネーのアメリカへの証券投資の流入が大きく細っている可能性が高いといえます。

中南米からアメリカへの資金流入の大宗はカリブのオフショア金融センターを経由したものです。これは多分にヘッジファンドのお金です。そういったお金がアメリカに入ってこなくなった状況にあります。お金がアメリカに対して向かっていないということに加えて、アメリカからの対外証券投資にも大きな変化があります。資金フローの逆流が起きているということです。

アメリカからアジア向けの所の矢印の下にあるグラフは、グラフが大きくマイナスになっています。すなわちアメリカの資本がアジアから逃避して、アメリカの国内に回帰しているといったことが、アジア諸国の株価の大きな下落の背景にあります。グラフ上は数字が、アメリカから日本というところを見ると、ここも足もとはマイナスになっています。アメリカの投資家は日本の資産を売って、アメリカの国内に資金を戻しています。国内で大きく損失を上げているので、利益を確定出来るものがあったら売る。損失、損切りをしなくてはいけないものがあったら売るということで、世界のアセットを売りまくっている状況です。残念ながら日本の株式マーケットが極めて自律性に乏しいと言えます。前日のニューヨークの株価を見てマーケットが決まってくる。フローベースの売

買では大体5割から6割が外国人の売買です。ストックベースの投資残高で見れば3割弱が外国人です。こういったアメリカを代表とする海外の投資家、グローバルなお金の流れというものの影響を日本経済は極めて大きく受けるという状況にあります。

資料10ページのグラフにあります通り、今年はヘッジファンドにとっては極めて大変な年です。おそらくヘッジファンドのパフォーマンスは過去最悪になるでしょう。想定していなかったような、金融機関が破綻したり、また原油価格が半減をする、金融株の空売りがいきなり規制が強化されるという想定外の事態が相次いでいます。株式のボラティリティも極めて高い。そういった状況でヘッジファンドのパフォーマンスは月を追うごとに悪化をしています。当然ヘッジファンドからお金が逃げていくということで、ヘッジファンドは資金の流出に備えてアセットを売らなければいけないという状況にあります。ヘッジファンドの資産はグローバルではだいたい2兆ドルといわれているが、おそらく足もとでは相当現金資産のウエイトを高めている可能性が極めて強いと考えられます。

資料11ページにもあります通り、世界の金融市場では、また取りわけ銀行間の短期金融市場では、異例の状況になっています。右のグラフは日米欧の銀行間の取引レートがオーバーナイトインデックスワップという政策金利の期待水準、アメリカだったらFF金利、日本だったらコールの金利からどのくらい上方に乖離しているかという、その上乗せ幅をみたものです。

アメリカとヨーロッパ、イギリスでこのスプレッドが急上昇していることがわかります。日本でもやや上昇の兆しが伺えます。今世界のドルを中心とした外貨の短期金融市場では、金融機関が疑心暗鬼になってお互い資金の融通が事実上出来ていない状況です。例えば銀行間の上乗せ金利を見ても、直近でも400ベース近い上乗せ幅がかかっています。振り返ってみたら日本の金融機関が厳しかった、90年代にジャパンプレミアムというものが発生しました。その時のジャパンプレミアムの水準が私の記憶では100ベースを少し超えたぐらいということでしたが、足もとは世界の金融機関のプレミアムが、ジャパンプレミアムの時の4倍近い水準がかかっているとも言えます。このように異常な状況の中で各国の中央銀行は流動性を潤沢に供給しています。最終的には先週末発表されているように公的資本を金融機関に注入するだけではなく、銀行間の取引について、各国の政府が保証をするということになったわけです。そこまでしてもまだ金利が下がっていないという異例の状況が続いていて、これは危機的な状況です。

これが金融の危機で留まっていればまだまだですが、そういった金融の危機が事業会社に波及しつつあります。今まではウォールストリートの問題であったが、それがメインストリートの問題にもいま波及しつつあるという状況です。

左のグラフは、金融機関だけでなく、事業会社も含んだCDS、クレジット・デフォルト・スワップといわれるもので、それぞれの会社の信用力を表します。信用リスクをヘッジしようとした場合のヘッジコストに当たるものです。それがじわじわ上がってきている状況です。残念ながら日本のインデックスも上がってきているという状況にあります。

懸念されるのは、こういった海外でのドル資金の逼迫というものの影響に実は日本も決して無縁

ではないということです。

資料12ページ左のグラフはコール市場の取引残高ですが、やや減少しつつあります。また日銀の白川総裁は、9月末の記者会見の中で円資金の流動性に及ぼす影響が出てくる可能性が高いとはっきりとおっしゃっています。実際の在日外銀の支店の勘定を見ると、オフショア勘定が足もとを上昇しています。海外の市場が逼迫する中で、日本で資金調達を行ってそれを海外に運用するという動きも足もとからみられるわけです。

国内全体としてみれば、日本では資金が余っています。国内は金余りです。ただこういった資金のタイト化の兆しが一部で見られるということも、見過ごせないポイントだと思っています。

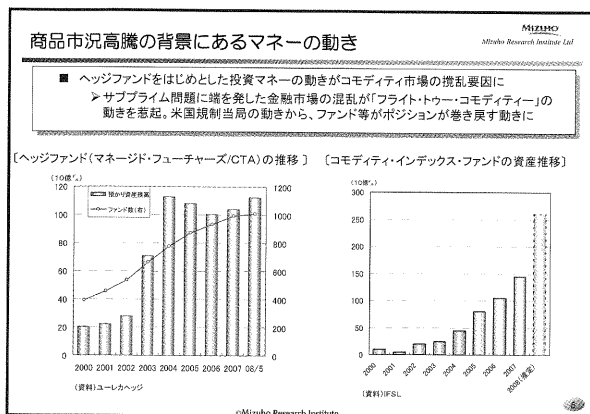
日本の経済については、世界の経済が立ち直れないとなかなか回復には向かわないということで、日本の経済の回復が自律的に達成されるのは残念ながら難しいと思っています。ただ足もとは、極めて暗い、厳しい話が多いのですが、あえて明るい点を見出そうとすれば、いま日本はある意味では世界から注目される余地があるのではないかと思います。それは不良債権処理の経験といったことだけではなく、ある意味では逃避通貨として円が買われている。なんで海外の投資家が円を買うのかということそれは日本の経済は決して盤石ではないが、日本の金融機関、日本の企業のバランスシートが海外と比べたら相対的にはまだ健全という中で、海外のサブプライム・ローン問題や近年のいろいろなバブルの影響を結果としては日本経済はそれほど受けていなかったということがいえます。そうしたことで日本に対して逃避的な資金が流入しているといえます。

ただ足もとは残念ながら株式マーケットには向かっていません。しかし資料13ページの左のグラフは、海外の投資家からみたら日本の株の水準は比較的割安感が強いということを示しています。また円の水準もドル円相場でみたらかなり円高になってきたという感がありますが、ドルの実質実効為替レート、すなわち物価差も反映して、実質ベースでみたら足もとは、まだまだ円高という水準ではございません。若干グラフの水準よりは足もとが上に上がっていますが、それでも円高では決してありませんので、そういった意味では円高のリスクというものは意外と強いと思います。

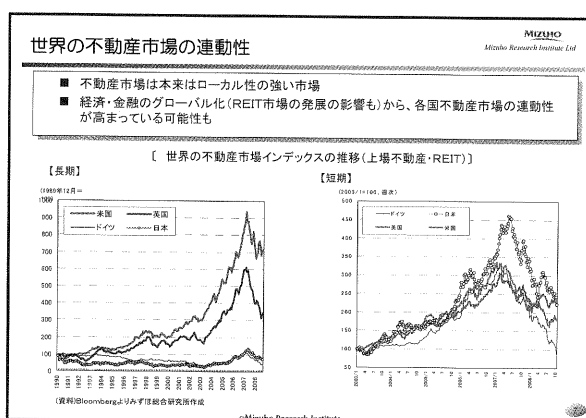
また、そういった逃避資金が円に向かうということだけではなくて、世界で資金調達出来ない銀行、企業が日本を調達マーケットと位置付けて水面下でもいろいろ調達の話が進んでいるようです。また今回の問題を受けて、英米型の資本主義の在り方が今後おそらく問われてくることになります。今までの常識では考えられなかった欧米の金融機関に対する公的資金が注入時価会計の凍結検討また株式の空売り規制強化といったことが起きています。いわば英米型の資本主義の在り方が見直されるというなかでは、できればそうなって欲しいと思うが、日本的な資本主義の在り方というのが世界に対してある意味ではプラスの材料として注目されるということもあると思っています。ジャパンパッシングとか、ジャパナッシングということが残念ながら近年言われてきましたが、今は、そういったこれまでの海外の評価を覆す日本にとってのチャンスだと私は思っています。以上駆け足となりましたが、私からのご報告に代えさせていただきます。ご静聴ありがとうございました。



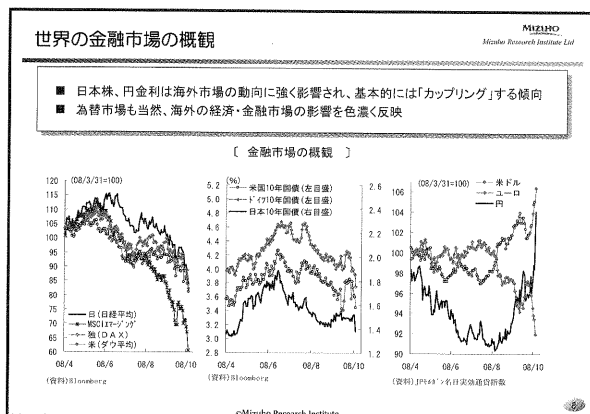




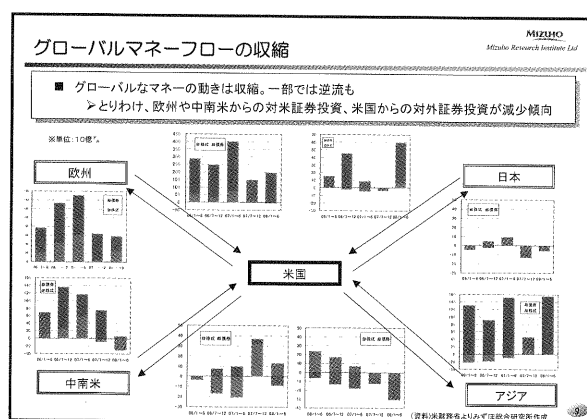
資料7



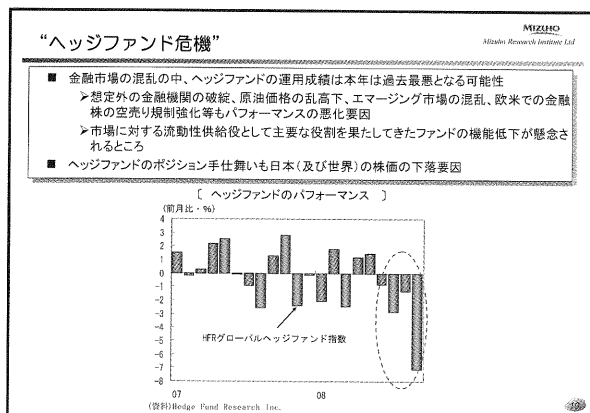
資料8



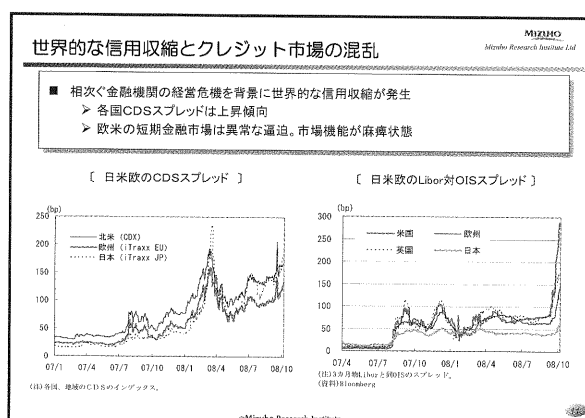
資料9



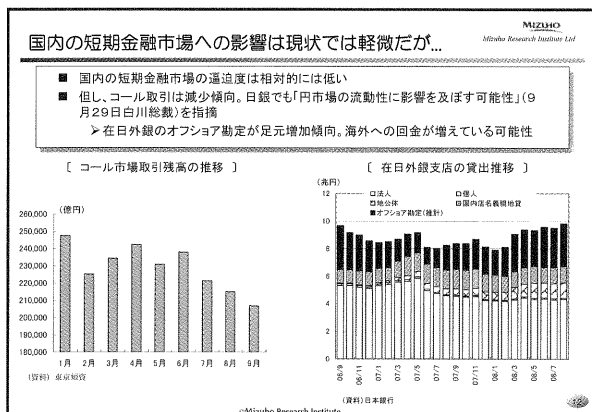
資料10



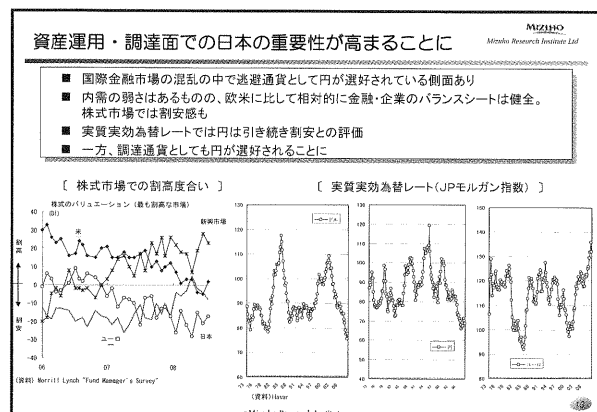
資料11



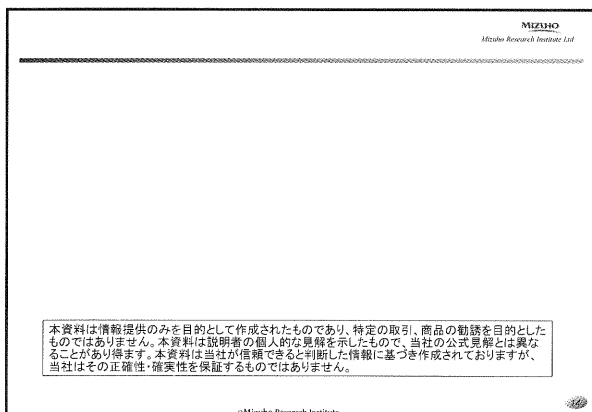
資料12



資料13



資料14



資料15